

## ALGUNAS CONCLUSIONES SOBRE LA CRISIS FINANCIERA

Algunas conclusiones tomadas del Investor Seminar, organizado por JPMorgan, entre el 10 y el 12 de octubre de 2008 en Washington, paralelo las reuniones anuales del Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. Por Felipe Gómez, de Compass Group Colombia.

### Sobre la crisis financiera mundial:

La crisis que empezó como un problema de liquidez está amenazando con volverse un problema de solvencia. Ya para Estados Unidos y Europa se espera que haya una recesión. La gran pregunta es la forma en que ésta se desarrollará (forma de V, de U o de L).

Las medidas que se están tomando para que sea lo menos traumático posible, incluyen:

1- Recuperar la confianza. Para esto se garantizarán depósitos, deudas de los bancos, capitalizaciones, etc... lo que ya se ha visto en las noticias.

2- Políticas económicas contra-cíclicas: Bajar tasas de interés y / o incrementar Gasto Público (se espera fuerte gasto en infraestructura a partir de 2009).

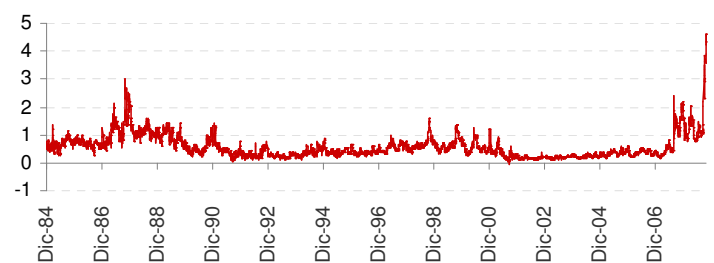
Estas son las decisiones correctas, pero no garantizan que regrese la confianza de ahorristas. En las decisiones de inversión será entonces clave el país y el sector económico.

- ¿Qué países pueden tener políticas contra cíclicas más agresivas?... Acá se hizo énfasis no tanto en los países que tenían déficit o no, sino en los que menos probabilidad tienen de que la presente situación les genere un desbalance fuerte en 2009. Queda la duda de cuánto del menor déficit de cuenta corriente o fiscal de los países de Latinoamérica se origina en los precios altos de commodities, que puede desaparecer en 2009.

Sea cual sea el resultado de estas medidas, existe el consenso que dentro de los países emergentes Latinoamérica está bien posicionada para afrontar un deterioro de sus balances fiscales y externos. Asia emergente preocupa por la mayor dependencia de flujos de capital. El papel de los organismos multilaterales (que tienen

### TED Spread

Libor 3 meses- Treasury 3 meses



Monedas	Valor al 16-Oct-08	1 semana	1 mes	YTD	12 meses	5 años
DXY	82,46	-1,57	-4,11	-6,99	-5,10	12,32
Yen	101,33	1,51	-4,09	-9,32	-13,33	-7,85
Euro	1,35	1,05	4,95	8,37	5,28	-13,93
Real Brasileño	2,14	-6,12	18,53	20,39	18,09	-24,83
Sol Peruano	3,06	-0,27	3,02	2,21	1,49	-11,94
Peso Colombiano	2290,09	1,95	8,63	13,53	14,55	-19,98
Peso Mexicano	12,90	-2,40	20,37	18,38	19,28	14,31
Peso Chileno	627,02	2,59	15,72	25,92	25,36	-2,98

Valores negativos indican apreciación de la moneda.



17 de octubre de 2008

fondos disponibles luego de los prepagos que los países emergentes ha hecho en este ciclo positivo) volverá a ser determinante.

### Commodities:

Aunque gran parte de la caída ha sido sustentada en el desendeudamiento de posiciones financieras especulativas, la desaceleración de la economía mundial seguirá impactando a esta clase de activos.

- Petróleo: mayor sensibilidad a Estados Unidos. Alta vulnerabilidad.

- Agrícolas: defensivos y favorecidos por menor precio del petróleo.

- Oro / metales preciosos. Preocupa caída de consumo por joyería y reversión de posiciones especulativas cuando la aversión al riesgo se normalice. En el corto plazo sigue siendo una buena cobertura.

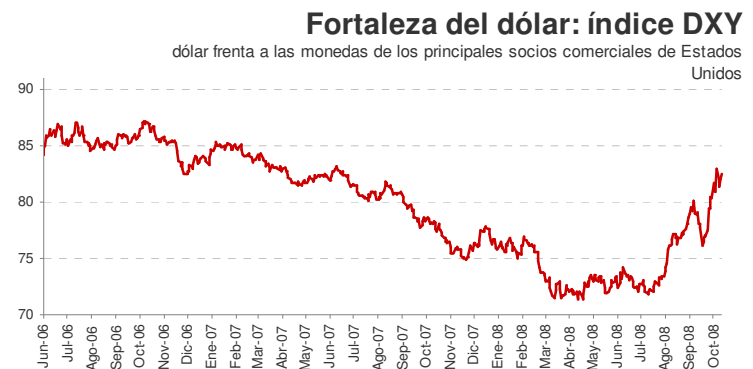
- Materiales de Construcción: Favorecidos por boom de infraestructura esperado en 2009 para impulsar la economía.

### Dólar:

- Las calificadoras no bajarán la calificación a Estados Unidos. Consideran que el nivel de endeudamiento esperado luego de todas las medidas adoptadas sea aún manejable.

- De todas formas, para salvar al sistema financiero y para realizar políticas fiscales contra-cíclicas, EEUU deberá emitir alrededor de 3 trillones de dólares en deuda en los próximos 2 años. Esto podría mantener un efecto que mantenga caro y escaso el crédito al sector privado y a países emergentes.

- Lo anterior está generando un efecto de repatriación de capitales hacia Estados Unidos, que es lo que ha fortalecido el dólar en los últimos meses.





17 de octubre de 2008

- Europa tiene un problema similar a Estados Unidos, por lo que no es claro cuál deberá fortalecerse más entre el Dólar y el Euro. Sin embargo, se espera que el mayor crecimiento relativo de las economías emergentes mantenga sus monedas fuertes con respecto al dólar.

- Es posible incluso que Estados Unidos adopte una política de dólar débil para también impulsar su economía vía exportaciones.

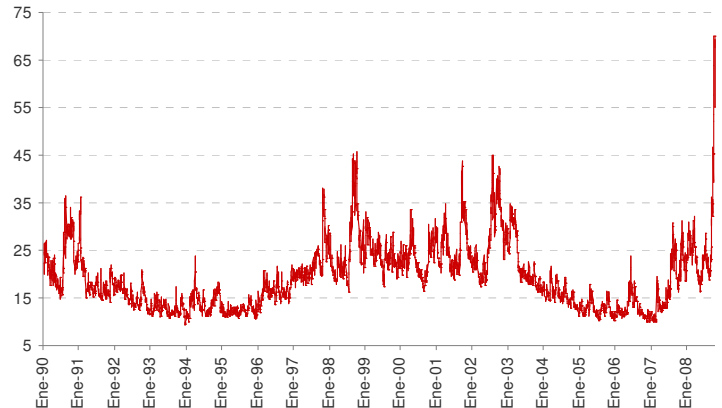
### Técnicos:

- El alza del VIX a niveles superiores a 80 es el resultado de un exceso de demanda global por protección (vía compra de opciones de venta – “puts”). Este exceso genera alzas en el precio de las opciones a niveles de volatilidad que no necesariamente corresponden con la realidad. Esta demanda global por opciones se exacerbó con el cierre de cortos.

- Esta demanda agresiva por “puts” generó un efecto “bola de nieve” que acentuó el sell off u ola de ventas de la semana pasada.

- Se espera que el VIX sí haya alcanzado su techo ayer. Aunque bajas adicionales en el VIX podrían traer en el corto plazo flujos por activos riesgosos. En el mediano plazo, el VIX no debería volver a niveles por debajo de 30.

**Volatilidad del índice accionario S&P500 (VIX)**



### ACCIONES

Entre lunes y jueves los mercados accionarios se comportaron como una verdadera montaña rusa. La euforia luego de los programas de rescate anunciados durante el fin de semana por los países europeos impulsó a los mercados fuertemente al alza el lunes. Los inversionistas reconocieron lo castigadas que están ciertas acciones respecto de su valor fundamental y vimos incrementos de dos dígitos en precios y en los índices accionarios. También destacó esta semana el giro en el TARP (plan de rescate financiero del gobierno de Estados Unidos), al asignar los primeros US\$ 250.000 millones -de un total de US\$ 700.000 millones- a la capitalización directa de los principales bancos norteamericanos en lugar de la inicialmente anunciada compra de activos tóxicos. En general, la inversión directa al estilo estatización de las entidades financieras ha sido más

Mercados bursátiles / Variación %				
Mercado	Ayer	5 días	YTD	12 meses
Chile	-1,46	8,80	-21,48	-29,12
Brasil	-1,00	-1,66	-42,92	-40,92
Perú	-7,38	-9,45	-55,82	-65,43
Colombia	-3,54	-9,99	-30,85	-28,81
México	-3,22	0,71	-30,75	-36,53
S&P500	4,20	3,96	-35,58	-38,51
Nasdaq	5,09	4,02	-35,48	-38,09
Zona Euro	-6,92	-9,37	-49,39	-48,12
Japón	-11,41	-7,63	-44,74	-50,64
Asia Emergente	-8,26	-4,64	-52,73	-55,69

\* Variaciones en moneda original del índice

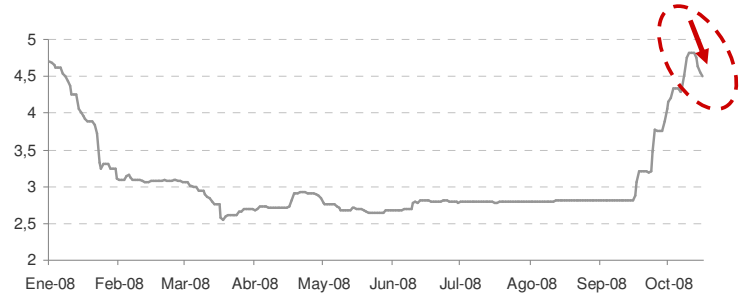


17 de octubre de 2008

acogida como la manera "correcta" de hacer las cosas, que fue puesta en práctica en principio por los gobiernos europeos. El martes, el impulso del día anterior prevaleció, con un poco de más cautela. En general, las utilidades anunciadas por las empresas en Estados Unidos han sorprendido positivamente, pero dan cuenta de una desaceleración económica. Y este tema fue precisamente el que invadió los mercados accionarios el miércoles, llevando a fuertes bajas empapadas de preocupaciones que los datos económicos publicados ese día confirmaron. Ayer, los mercados registraron alzas al abrir, fuertes bajas a media jornada, cerrando con un significativo rebote. Con ello, las acciones de Estados Unidos cerraron la última semana con alzas, que los mercados europeos y asiáticos no llegaron a capturar hasta el jueves. Las bolsas latinoamericanas muestran desempeños dispares. Esta alta volatilidad, fuertes rebotes, confirmaría nuestra visión en cuanto a que estamos cerca del piso. Las valorizaciones accionarias reflejarían ya un escenario de recesión en los países desarrollados y desaceleración de las economías emergentes, con importantes correcciones a la baja en las utilidades de las empresas. Por ello vemos, selectivamente, oportunidades.

### LIBOR 3 meses

Enero 2008 - Octubre 2008



### RENTA FIJA Y MONEDAS

Una forma gráfica de ver como la incertidumbre ha trabado significativamente el mercado del crédito es apreciar la evolución del TED Spread. El TED Spread mide el diferencial entre la tasa LIBOR a 3 meses (tasa a la que los bancos se prestan dinero) y el equivalente del Tesoro de Estados Unidos. Este diferencial comenzó a ampliarse desde la caída de Lehman y actualmente se ha estabilizado pero permanece en niveles máximos. Esto se da porque los inversionistas buscan refugio en los bonos del Tesoro, aumentando su demanda y precio y bajando la tasa, mientras que los bancos exigen un premio por riesgo mayor, ante los problemas de liquidez que enfrenta el sector financiero.

El fin de semana, luego de las reuniones del FMI y el Banco Mundial, donde se reunieron banqueros centrales y ministros de finanzas de las principales economías del mundo, los millonarios planes de rescate y múltiples garantías y respaldos a diversas transacciones han permitido que baje la presión. La tasa LIBOR en Estados

Chile	17-Oct-06	17-Oct-07	16-Sep-08	09-Oct-08	16-Oct-08
BCU 5 años (real)	2,97	2,83	3,44	2,93	3,23
BCU 10 años (real)	2,96	3,02	3,43	2,95	3,14
BTU 20 años (real)	3,02	3,28	3,59	3,12	3,18
BCP 5	5,66	6,29	7,65	6,83	6,66
BCP 10	5,80	6,37	7,50	6,80	6,62
Inflación implícita 5 años	2,69	3,46	4,21	3,90	3,43
Inflación implícita 10 años	2,84	3,35	4,07	3,85	3,48



17 de octubre de 2008

Unidos y en Europa ha venido bajando. El TED spread y su símil europeo, el Euribor, se están apretando.

La confianza ha mejorado, las tasas del Tesoro americano han cedido esta semana, a la luz de las grandes oportunidades que se están gestando en bonos de economías emergentes.

En el mercado local, las expectativas inflacionarias han cambiado radicalmente. El diferencial entre un instrumento nominal (BCP) y uno real (BCU) se acortó considerablemente. La inflación implícita (o compensación inflacionaria) a 5 años ya está dentro del rango meta del Banco Central.

No obstante, los spread de los bonos corporativos se han ampliado violentamente, haciéndose comparables a los vistos durante la crisis asiática. Esto se explica porque los problemas de liquidez llevan a que los inversionistas se vean en la necesidad de liquidar posiciones y, en esta coyuntura de desaceleración global, se liquidan las posiciones que tienen mayor riesgo asociado. Esta situación podría acompañarnos en el corto plazo, aunque ya vemos cierta normalización, principalmente de aquellos instrumentos con mejor calidad crediticia.

La incertidumbre y la escasez de liquidez también han hecho subir el precio del dólar. Este fenómeno también se explica por la brusca caída del precio del cobre en los mercados internacionales. Niveles de \$650, incluso \$630, nos parecen excesivos. Efectivamente, la caída en el precio del cobre deteriora nuestros términos de intercambio, aunque se debiera compensar con la caída en el precio del petróleo. Además, el Banco Central anunció que extenderá su programa de entrega de liquidez en dólares, a través de swap. Se pondrán a disposición US\$5.000 millones, monto ligeramente inferior al que se recaudó durante el programa de acumulación de reservas. Por lo tanto, es esperable que el dólar se corrija en la medida que los mercados se estabilicen.

Estados Unidos	17-Oct-06	17-Oct-07	15-Sep-08	09-Oct-08	16-Oct-08
Tasa Instancia FED	5,25	4,75	2,00	1,50	1,50
Treasury 2 años	4,84	3,98	1,71	1,54	1,58
Treasury 5 años	4,73	4,21	2,53	2,67	2,83
Treasury 10 años	4,77	4,55	3,39	3,79	3,96
Treasury 30 años	4,90	4,83	4,02	4,10	4,23
TIIP 5 años	2,59	2,06	1,31	2,15	2,73
TIIP 10 años	2,46	2,24	1,62	2,73	3,00
TIIP 20 años	2,43	2,32	2,00	2,89	2,93
Libor USD 3 Meses	5,37	5,20	2,82	4,75	4,50
Inflación implícita 5 años	2,14	2,15	1,22	0,52	0,10
Inflación implícita 10 años	2,31	2,32	1,77	1,06	0,95

EMBI+	Spread	1 semana	1 mes	31-Dic-07	12 meses
Brazil	437	438	310	231	160
México	350	343	239	158	99
Chile	258	260	179	155	116
Perú	474	444	269	192	122
Colombia	478	479	291	220	150
Rusia	456	430	315	174	119
Turquía	491	450	367	264	198
China	218	204	164	126	84



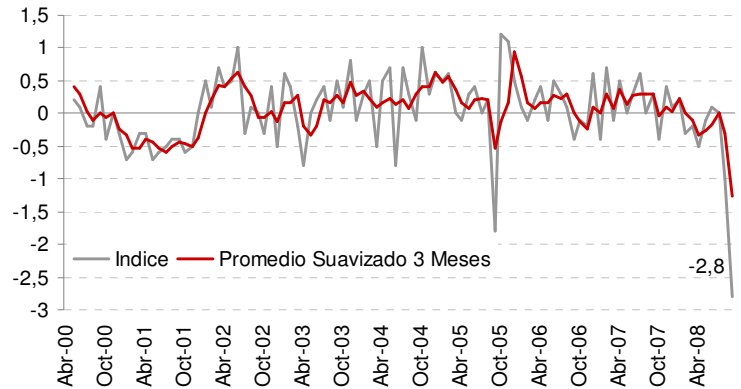
## AMÉRICAS

### ESTADOS UNIDOS: ECONOMÍA DÉBIL

Los datos económicos apuntan hacia una recesión. El mercado laboral se sigue deteriorando, las solicitudes de seguro de desempleo ya están en los niveles de la última recesión en el 2001.

En septiembre, las ventas retail cayeron un 0,6% - los analistas sólo esperaban una caída de 0,2% - y la producción industrial cayó 2,8%, lejos de las estimaciones de los analistas. También es la mayor caída mensual desde 1973. Afortunadamente, la inflación está cediendo y la caída en los precios de los commodities apunta a que la tendencia continuaría. El IPC de septiembre no registró variación, y en 12 meses la inflación acumuló un 4,9%. Todos estos datos apuntan a que el FED bajaría nuevamente en 50 puntos base la tasa de referencia, en la reunión que está fijada para el 29 de octubre.

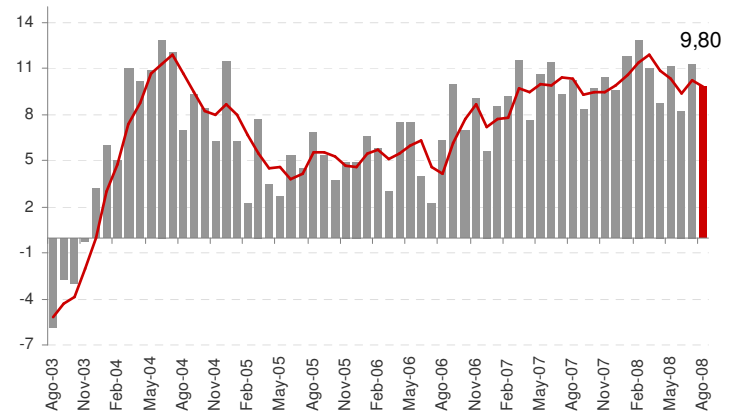
Producción Industrial EE.UU.



### BRASIL: POSITIVA ACTIVIDAD EN EL SECTOR RETAIL

Las ventas retail de agosto superaron las expectativas del mercado, alcanzando en 12 meses un incremento de 9,8%. No obstante, los problemas de liquidez que vimos en septiembre y octubre frenarán este ritmo de crecimiento, incluso algunos analistas estiman que la economía sólo crecerá 3% el próximo año. Brasil en los últimos años ha logrado diversificar de forma importante los destinos de sus exportaciones y también los productos que vende. De todas formas, las exportaciones netas sólo representan 1% del PIB, siendo el consumo el que mayor importancia tiene, con más de 60%. Por eso, la política contra-cíclica que sea capaz de ejercer las autoridades económicas podría acotar de manera significativa los efectos de la desaceleración global. Hasta ahora, el Banco Central ha estado permanentemente involucrado con el mercado entregando liquidez al sistema financiero, para destrabar el mercado de crédito.

Ventas Retail Brasil  
var % 12 meses





17 de octubre de 2008

## PERÚ: DINAMISMO INTERNO

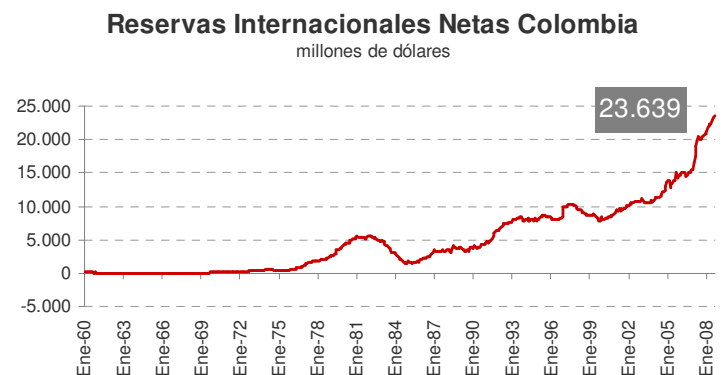
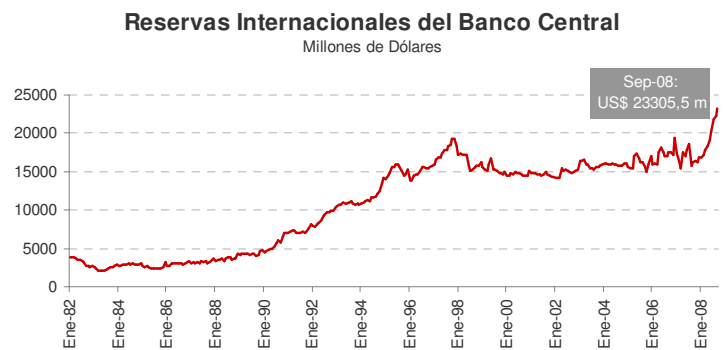
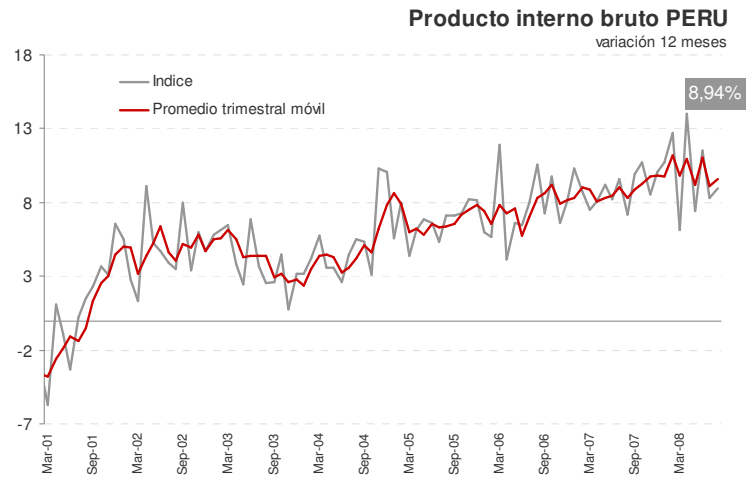
Por estos días, el ruido político acapara la atención (cambio de gabinete ministerial por escándalo de corrupción y un atentado de Sendero Luminoso). No obstante, la economía sigue mostrando el mejor desempeño de la región. En agosto, la economía creció 8,9%, incluso con dos días hábiles menos. En septiembre los días hábiles jugarán a favor. Para delante, la economía se debiera resentir producto de la desaceleración de las economías industrializadas, aunque la estabilidad macroeconómica adquirida en los últimos años ayudará a que los efectos estén acotados y los sectores ligados a infraestructura y construcción debieran ser los más beneficiados.

## CHILE: PROACTIVIDAD DE LAS AUTORIDADES ECONÓMICAS

El viernes pasado, el Banco Central anunció que extendería su actual programa de compras swap de dólares, de 1 a 6 meses y hasta por un monto de US\$ 5.000 millones. Esta medida pretende entregar liquidez en dólares al mercado, y dar la señal de que las medidas tomadas en los últimos años nos dejan en buen pie para enfrentar las turbulencias financieras. Las reservas internacionales del Banco Central exceden los US\$20.000 millones. La desaceleración global y el congelamiento del crédito han llevado a varios analistas a estimar un crecimiento bajo el 3% para el próximo año. Por esta razón, el Ministerio de Hacienda decidió lanzar un paquete de medidas que en apoyo de los sectores más sensibles en esta coyuntura: exportadores, pymes y empresas de factoring no bancario. Para delante, es probable que sigamos viendo medidas que apunten a proteger a sectores más vulnerables. Programas de empleo de emergencia podrían comenzar a activarse a comienzos del 2009. La regla de superávit estructural del gobierno, de 0,5% del PIB, permite ejercer una política contra-cíclica. Los ahorros del fisco exceden los US\$ 30.000 millones.

## COLOMBIA: RESERVAS CRECIENTES

El gobierno colombiano informó que el presupuesto para 2009 estaría sobre-financiado si se utilizan las líneas de crédito disponibles con organismos multilaterales. Esta noticia ratifica que el blindaje que están mostrando las economías latinoamericanas ante la actual crisis. Además,





17 de octubre de 2008

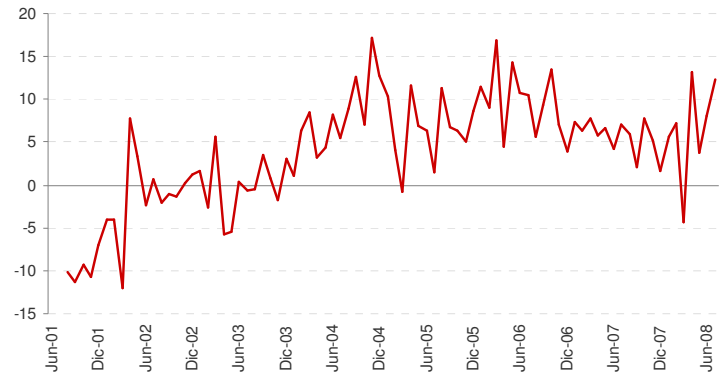
### Inversión Fija Bruta

Variación % anual

la caída en los precios de los commodities tiene un impacto menor en la balanza comercial y fiscal, con baja exposición a deuda externa y un importante colchón de reservas internacionales.

#### MÉXICO: INVERSIÓN SÓLIDA

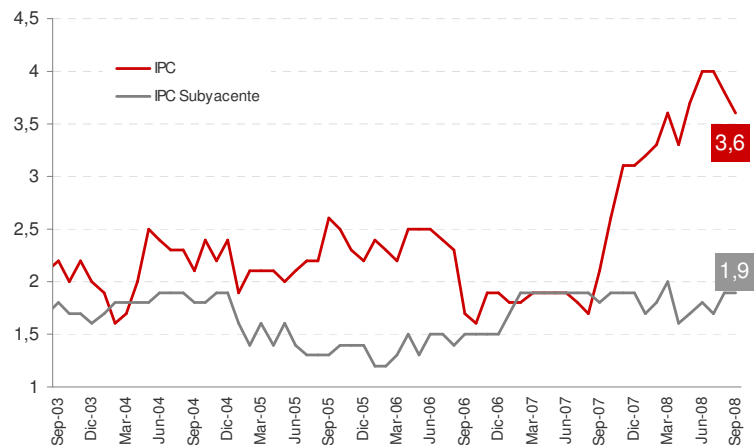
La inversión fija neta sorprendió al alza durante el mes de Julio, alcanzado un crecimiento de 12,3% en un año. El dato sorprende, pues se esperaría que en el actual escenario de incertidumbre la propensión a invertir se contrajera fuertemente, reflejando la aversión de las empresas a correr riesgos de largo plazo.



#### EUROPA: CONTAGIO FINANCIERO

A diferencia del caso de la economía estadounidense, el índice de precios al consumidor sigue siendo una piedra en el zapato para el Banco Central Europeo. El IPC de septiembre creció 0,2%, por sobre las expectativas del mercado, que esperaba una variación de 0,1%. La inflación en 12 meses alcanza 3,6%, aunque probablemente ya vimos el peak en julio. La baja en los precios de los commodities y la desaceleración de la economía indican que la inflación terminará cediendo.

### Inflación Anual Zona Euro

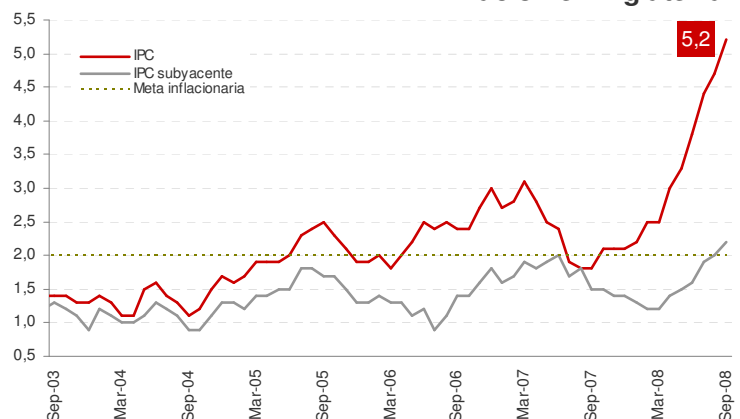


Para la próxima semana se esperan datos de órdenes industriales, las cuales reflejarían el menor dinamismo que ha mostrado la economía en el último tiempo. En este mismo sentido, los indicadores PMI, ha entregarse a finales de semana, también debieran mostrar un suave deterioro con respecto al mes pasado.

#### INGLATERRA:

Una economía difícil de conducir. Las autoridades económicas probablemente estén un paso adelante en las medidas para rescatar a su sistema financiero. Aunque es esperable que la actividad económica debilite, el aumento de la inflación se transforma en un dolor de cabeza para el Banco de Inglaterra. Esta semana se informó que el desempleo subió 5,7% y la inflación en 12 meses llegó a un nuevo peak de 5,2%. La meta de inflación anual es de 2%.

### Inflación en Inglaterra





17 de octubre de 2008

Para la próxima semana el más importante a ser entregado es el de PIB, del cual se espera una contracción de 0,2%, reflejando así los primeros signos de una recesión.

### **ASIA: SE MANTIENE TASA DE REFERENCIA EN JAPÓN**

A diferencia de sus occidentales, el Banco Central de Japón decidió mantener constante el costo del dinero dentro de la economía, optando por posponer a futuro un potencial cambio en la tasa, esperando así ver la evolución no solo de la actual crisis financiera, sino también de los precios dentro de la economía, en especial de aquellos relacionados con el sector energético.

En China, la balanza comercial de septiembre registró un superávit de US\$ 29.300 millones, por encima de las expectativas (el nivel más alto de este año), con las exportaciones y las importaciones creciendo 21,5% y 21,3%, respectivamente. Los datos muestran que, a pesar de los temores, el dinamismo económico prevalece en este país. Está por verse el impacto final de la recesión de los países desarrollados en el gigante asiático, pero lo más probable es que China esté en buen pie para enfrentar esta crisis.

Este documento es elaborado por Compass Consorcio S.A. Servicios Financieros y su contenido no constituye una oferta o una solicitud de compra o de suscripción de ningún valor u otro instrumento, o de realizar una inversión, sino que se publica con un propósito meramente informativo. La información contenida en este documento no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción respecto de cualquiera de estos instrumentos, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo que Compass Consorcio S.A. Servicios Financieros o sus respectivas empresas y/o personas relacionadas no asume responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de este documento o su contenido. Cualquier opinión expresada en este material está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass Consorcio S.A. Servicios Financieros, quien no asume la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass Consorcio S.A. Servicios Financieros o cualquiera de sus personas relacionadas, vendedores, u otros empleados podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión contraria a aquéllas expresadas en el presente documento.